

周度经济观察

——通胀在触底过程中

袁方(S1450520080004)¹束加沛(S1450520080004)²

2023 年 07 月 11 日

内容提要

6 月 CPI 表现弱于季节性、PPI 环比增速小幅回升，同期服务业 PMI 持续回落、制造业 PMI 轻微反弹，这一数据组合显示经济的终端需求仍在收缩，而存货去化的影响趋于减弱。

考虑到基数效应、以及经济下行斜率的放缓，当前 CPI 和 PPI 同比在触底的过程中，下半年有望呈现中枢缓慢抬升的局面。

6 月美国劳动力市场表现强劲、服务业 PMI 持续抬升，反映出美国在就业-消费层面的正反馈机制影响显著，这也使得美联储货币政策转向的时点被不断推迟，各类资产价格也在定价这一信号。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

¹宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

²宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、通胀在触底过程中

6月 PPI 环比为-0.8%，较上月小幅回升 0.1 个百分点；受高基数的影响，6月 PPI 同比为-5.4%，较上月回落 0.8 个百分点。

分项来看，煤炭、化学原料、石油等上游行业价格环比回落，同期计算机、通信和其他电子设备，医药等中下游行业环比延续弱势，表明终端需求仍然在寻底中。

6月以来南华工业品指数中枢反弹，国内定价的品种如螺纹钢、焦炭、铁矿石价格出现普遍回升。随着存货去化的进程趋于结束，大宗商品价格或将小幅抬升，PPI 同比增速有望逐级抬升。而 PPI 同比增速的触底回升，往往对应着工业企业盈利的回暖，周期行业盈利的底部或许正在形成。

6月 CPI 同比为 0，较上月回落 0.2 个百分点；核心 CPI 同比 0.4%，较上月回落 0.2 个百分点。

6月 CPI 环比增速小幅低于季节性，非食品分项是主要拖累因素，食品分项强于季节性。

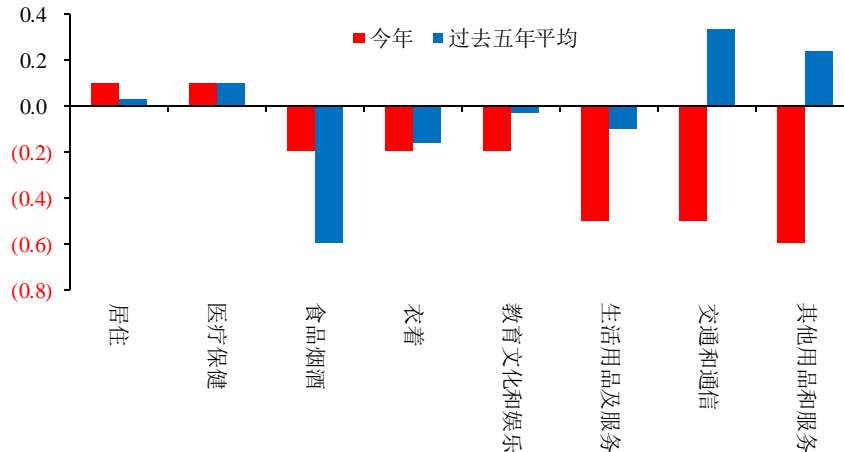
食品分项中主要是鲜菜、鲜果表现显著强于季节性，而猪肉、牛肉和羊肉价格下跌，弱于季节性。

非食品分项中，教育文化和娱乐、生活用品服务、交通通信和其他用品和服务分项表现明显弱于季节性，除了交通分项受到汽油价格的拖累，其余分项价格的回落反映出总需求不足、劳动力供应上升的影响。

总体来看，在居民消费倾向处于低位、房地产行业压力仍存的背景下，总需求偏弱依然在持续，通胀水平处于低位的格局还将延续。

往后看，考虑存货去化的进程或将结束，三季度 PPI 同比的底部有望确认，而 CPI 同比或将延续低位，这意味着货币政策或许处于易松难紧的阶段。

图1: CPI 细项环比, %



数据来源: Wind, 安信证券

7月上旬高频的地铁客运量、航班执飞量等人流数据小幅抬升，表明服务消费维持韧性。

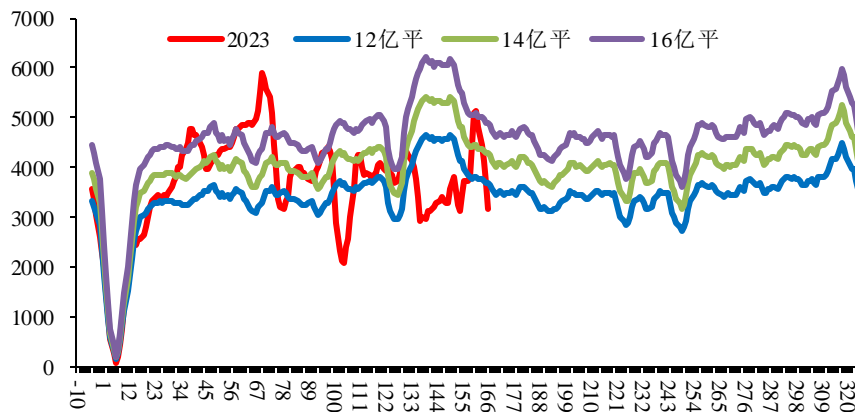
30大中城市的商品房销售面积偏弱，尽管6月底出现抬升，但7月以来迅速回落至此前的水平，销售总体弱于往年。与此同时，二手房销售延续低位，房地产市场仍在磨底中。

往后看，居民、企业信心和预期偏弱的格局短期难以扭转，房地产行业承压的局面或将延续。不过企业存货的回补，叠加经济的自然出清，下半年经济存在触底的可能。

近期市场关于资产负债表衰退的讨论较多。从表现形式上看，当前我国居民消费倾向低迷、信心和预期不足、风险偏好大幅下降，与当年日本经历的资产负债表衰退相似，但是幅度差异巨大。日本房地产价格跌幅超过一半，导致居民部门需要相当长的时间去修复。尽管中国居民在疫情期间的收入下降，资产负债表受

损，但幅度远远小于日本同期。当下更多的信心和预期不足来自于疤痕效应，持续的时间较“失去三十年”的资产负债表衰退要短暂得多，目前我们仍处于疤痕效应逐步消退的过程中。此外，在人口结构、产业政策、政府应对手段层面，中国与当年的日本也存在诸多不同，不宜对经济过度悲观。

图2：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

使用 2018/2019/2021/2022 四年销售与当年销售总面积归一化计算，横轴使用农历日期对齐

二、债券市场收益率易下难上

上周以来权益市场中枢震荡，成交量小幅回落至日均八千亿水平。

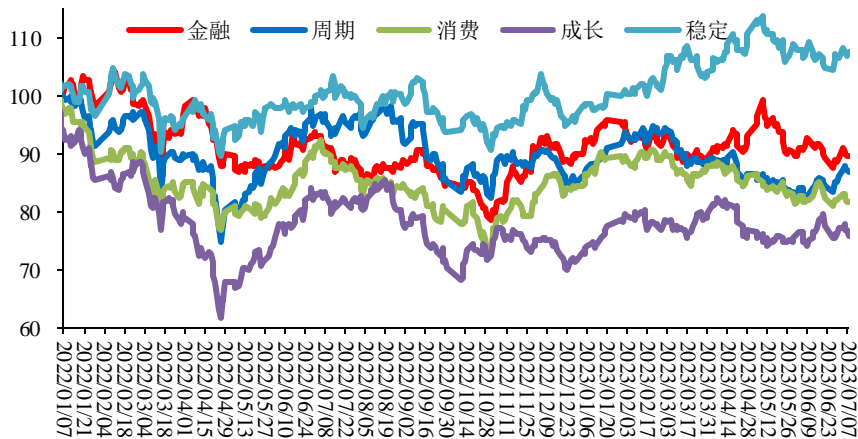
尽管总量波动不大，但结构分化突出，此前上涨较多的 TMT 连续两周出现幅度不小的回调，周期板块表现占优。

当前市场的关注仍在于政策的走向，从经济形势专家座谈会的内容来看，当局保持政策定力，叠加地缘政治的掣肘，后续刺激政策或许不应期待过高。

从基本面的表现来看，6月的通胀数据显示终端需求仍然偏弱，库存去化的结束与居民消费倾向的低位回升或将推动经济在下半年某个阶段触底。但考虑到居民资产负债表修复需要时间，未来经济触底后反弹的力度有限。

往后看，伴随去库存过程逐步进入后期，经济未来有望触底企稳，基本面的改善也有助于扭转市场悲观预期，权益市场仍在磨底过程中。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

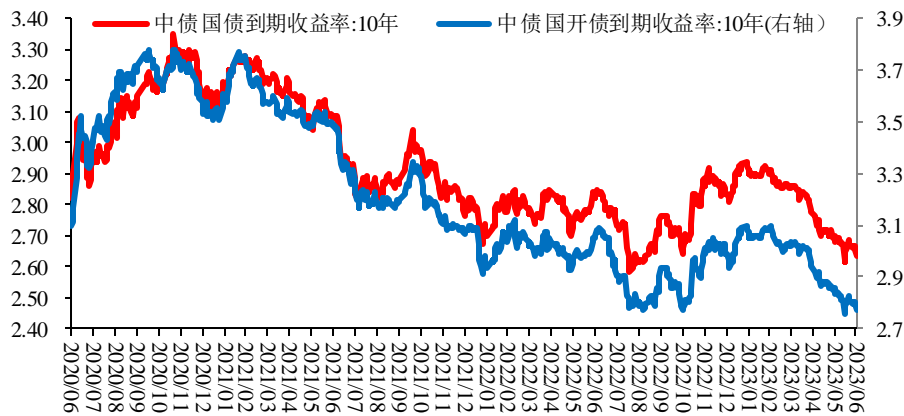
2020年12月31日为100

上周债券市场利率小幅下行，资金利率跨季后出现季节性回落，1年期国债利率下降4BP，10年期国债利率持平。

此前经济触底都伴随着房地产和基建发力，信用扩张由此开启，进而快速推动利率水平抬升。但本轮经济未来触底的力量，可能来自于存货去化的终结和终端需求的自发回升，因此反弹的力度偏弱，信用扩张的进程也将显著弱于以往。

往后看，尽管当前利率水平已经处于历史低位，但考虑到总需求的收缩，以及由此带来的通胀低位震荡、和流动性环境的宽松，债券市场收益率仍处于易下难上的环境中。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、发达经济体紧缩政策推进中

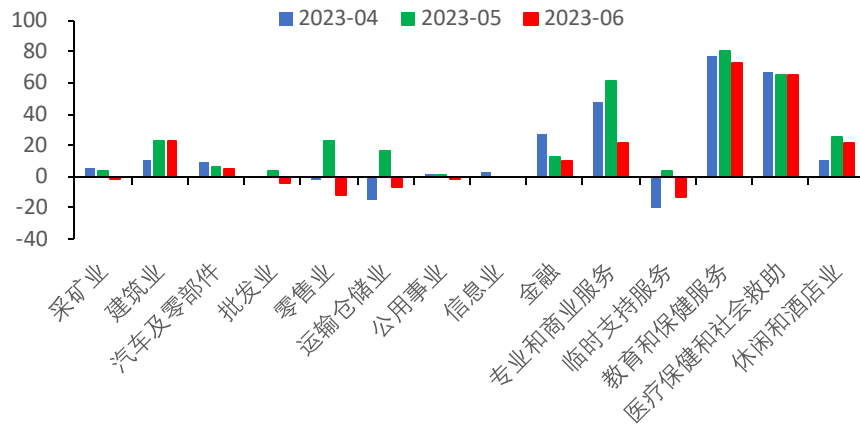
美国最新公布的6月新增非农就业人口为20.9万，较上月回落9.7万。从结构上看，专业和商业服务、教育和保健服务、休闲和酒店业等服务业出现收缩，主导了新增非农数据的回落，而建筑业就业表现偏强。

6月失业率从3.7%的水平下滑至3.6%，劳动力参与率持平，与疫情前仍有0.7个百分点的差距，显示劳动力市场仍然偏紧。

工资方面，时薪环比增速为0.36%，同比增速4.4%，均与上月持平。当前薪资水平仍然显著高于疫情前。

总体而言，6月失业率下行、薪资增速持平，显示劳动力市场仍然强劲，通货膨胀的控制存在较大压力。

图5：新增非农就业分项，千人



数据来源：Wind，安信证券

强劲的劳动力市场数据与服务业 PMI 的持续抬升指向一致，均反映出美国在就业-消费层面存在正反馈机制。美国劳动力供应的收缩，导致劳动力工资上涨。工资的上涨与收入预期的改善带来消费、服务业的加速恢复，以及居民超额储蓄的释放，这反过来推动宏观经济的恢复以及劳动力工资的抬升。

在此背景下，美国通胀水平也居高不下，美联储以往通过加息来抑制消费和投资的影响机制被削弱。考虑到美联储控制通胀的决心、以及通胀形成机制的变化，本次美联储货币政策的紧缩周期在被不断拉长，根据 CME Fedwatch 工具，市场预期 7 月美联储加息 25BP 的概率提升至 90% 以上，降息时点推迟至 2024 年 5 月。

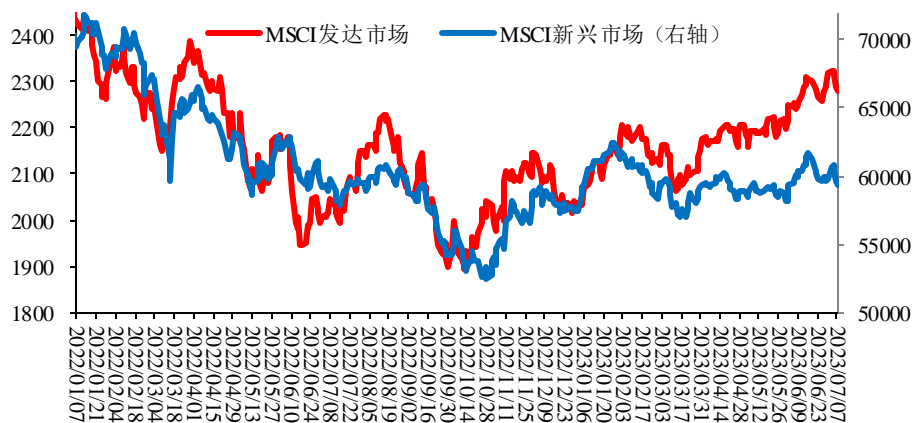
资产价格也在对这一前景做出反应。近期美国 10 年期国债收益率向上突破 4%，其中实际利率抬升幅度较大，权益市场也出现调整。

而美元指数 6 月以来的走弱或许主要与欧美加息周期错位有关。当前美国处于加息周期的末期，基准利率上行的空间总体有限，而欧洲由于通胀数据偏强，欧央行主要官员的表态强硬，欧洲处于加息中期的中期，欧洲这一加息进程的错

位推动欧元相对美元升值，进而使得美元指数小幅下行。对新兴市场而言，尽管美元指数出现下行，但欧元汇率的升值也对新兴市场形成压力，带来新兴市场汇率的持续走弱。

从当前欧美的情况来看，劳动力供应的恢复进展相当缓慢，宏观经济总体表现偏强，通货膨胀的压力持续存在。在此背景下，权益市场受益于稳定的经济基本面，债券市场对通胀中枢抬升定价，这一过程或将延续。

图6：MSCI发达和新兴市场指数



数据来源：Wind，安信证券

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034

证券研究报告/周度报告

第10页，共10页

2023年7月